

Company Update



신정현
Analyst
junghyun81.shin@samsung.com
02 2020 7753

임수빈
Research Associate
soobin.im@samsung.com
02 2020 7795

■ AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	140,000원 (48%)	
현재주가	94,800원	
Bloomberg code	000640 KS	
시가총액	1.1조원	
Shares (float)	11,135,000주 (61.2%)	
52주 최저/최고	69,700원/105,000원	
60일-평균거래대금	26.1억원	
One-year performance	1M	6M 12M
동아제약 (%)	-6.6	+18.5 +1.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	-2.8	+20.8 -3.3

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	140,000	125,000	12.0
2012E EPS	5,328	4,498	18.4
2013E EPS	6,949	5,978	16.2
2014E EPS	8,061	6,906	16.7

■ 분기 실적

(십억원)	3Q12	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	243.2	0.5	(1.3)	(2.6)	(2.8)
영업이익	29.1	3.1	79.8	51.1	39.2
세전계속사업이익	27.4	1.5	130.9	57.6	40.5
순이익	20.4	(4.6)	136.2	54.4	42.7
이익률 (%)					
영업이익	12.0				
세전계속사업이익	11.3				
순이익	8.4				

자료: 동아제약, 삼성증권 추정

동아제약 (000640)

3분기 어닝서프라이즈와 지주사전환 발표

WHAT'S THE STORY?

Event: 3분기 영업이익은 전년동기대비 3% 증가한 291억원으로 당사 추정치 193억원을 50% 이상 상회. 또한 내년 3월 ETC, OTC 사업 분리 및 지주사 전환 계획 발표.

Impact: 원가절감효과 등으로 2012년과 2013년 영업이익 추정치를 각각 19%, 16% 상향.

Action: 목표주가는 기존 125,000원에서 140,000원으로 12% 상향. 현주가 기준 2013년 P/E 13.6배로 제약주 중 valuation 매력도 가장 높음.

THE QUICK VIEW

3분기 어닝서프라이즈: 3분기 매출액은 전년동기대비 0.5% 증가한 2,432억원, 영업이익은 3% 증가한 291억원. 작년 3분기부터 시작된 1) GSK와 바이엘 의약품 도입, 및 2) 박카스 의약품 전환시작으로 인한 높은 매출 base effect와 약가인하 영향으로 매출 증가는 미미했으나, 원가 절감 및 판매비 통제로 영업이익은 당사 추정치를 50% 이상 상회. 일회성 이익 25억원 (매입할인 이익 10억, 반품충당금 15억)을 제외하더라도 영업이익은 당사 추정치를 38% 상회하는 견조한 실적. 영업이익률은 12%로 상반기 7% 대비 5%pts, 전년동기대비 0.3%pts 개선. 예상을 상회하는 원가절감 효과 반영해 2012년과 2013년 영업이익 추정치를 각각 19%, 16% 상향하며, 목표주가는 기존 125,000원에서 140,000원 (2013년 P/E 20배 적용)으로 12% 상향. 현 주가는 2013년 P/E 13.6배로 제약주 중 valuation 매력도 가장 높음.

Positive- 원가절감 효과, 박카스 및 수출 호조 지속:

- 원가절감 효과:** 원가협상으로 인한 원료비 절감은 2분기 30억원에서 3분기 60억원으로 증가. 4분기와 내년 상반기까지 분기당 50~60억원의 원료비 절감 효과 지속될 전망. 3분기부터 본격적으로 가시화된 원가절감 효과로 올해 연간 영업이익률 가이드라인 기준 7%에서 9%로, 4분기 영업이익률 가이드라인도 기존 8%에서 10%로 상향 조정.
- 박카스 국내의 호조 지속:** 박카스 국내매출은 작년 3분기부터 의약품 전환으로 인한 높은 base effect에도 10% 증가. 수출은 전년대비 84% 증가한 57억원. 특히 캄보디아 지역의 고성장 지속되며 올해 연간 박카스 총 수출액은 전년대비 130% 증가한 200억원 예상.
- 수출 호조:** 3분기부터 브라질로 수출하는 인성장호르몬 그로트르핀 60% 가격 인상과, 2분기부터 시작된 일본 API 신규수출 등으로 3분기 수출은 전년동기대비 약 두배 증가. 올해 연간으로도 전년대비 두배 가량 증가한 950억원 예상.

지주사 전환: 내년 3월 지주사로 전환되며, ETC 중심의 신설법인과 OTC 자회사로 분리. 존속회사와 신설법인 분할 비율은 0.37: 0.67. 신설법인은 올해 국/내외 합산 매출액이 약 2,000 억원으로 (전체 매출의 20%) 안정적 cash cow 역할을 하는 박카스 사업부문이 분리되는 negative 가 있으나, 1) 지주사로의 R&D 부담 배분으로 인한 수익성 개선과, 2) ETC, OTC 분리를 통한 효율성 제고의 positive 가 상존. 분할 후 지주사와 신설법인의 가치 산정은 추후 발간할 예정.

■ Valuation summary

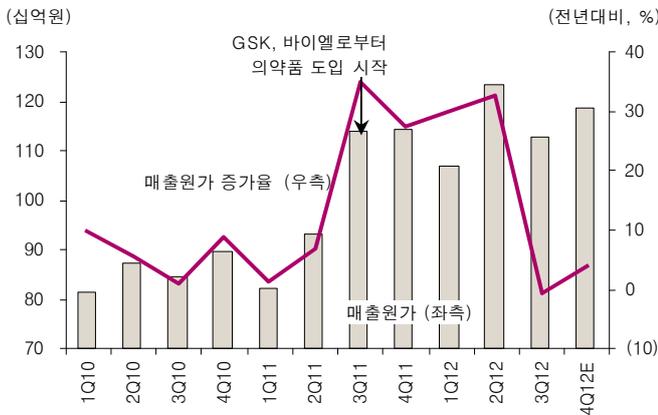
	2011	2012E	2013E
Valuation (배)			
P/E	16.0	17.8	13.6
P/B	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.0	11.3	9.2
Div yield (%)	1.1	0.9	1.4
EPS 증가율 (%)	(9.9)	(10.0)	30.4
ROE (%)	8.3	7.7	9.6
주당지표 (원)			
EPS	5,920	5,328	6,949
BVPS	61,215	64,289	69,874
DPS	1,000	900	1,300

분기별 사업부문별 실적

(십억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	증가율 (전년대비, %)
매출 총계	210.2	224.5	241.9	230.7	218.6	246.5	243.2	0.5
ETC	114.5	120.9	135.9	125.1	107.7	117.2	103.9	(23.5)
OTC	51.9	62.2	70.7	68.0	66.0	86.1	86.2	21.9
박카스	26.6	38.7	46.7	38.2	32.7	49.7	51.3	9.9
기타OTC	25.3	23.5	24.0	29.8	33.3	36.4	34.9	45.4
메디칼	25.2	23.5	17.8	18.0	20.6	18.0	17.1	(3.9)
의료기기	12.9	12.3	10.0	10.7	11.0	10.9	10.3	3.0
진단	12.3	11.3	7.8	7.3	9.5	7.1	6.8	(12.8)
수출	12.3	13.4	13.8	14.2	21.6	24.2	26.9	94.9
기타	6.3	4.5	3.7	5.4	2.7	1.0	9.1	144.0

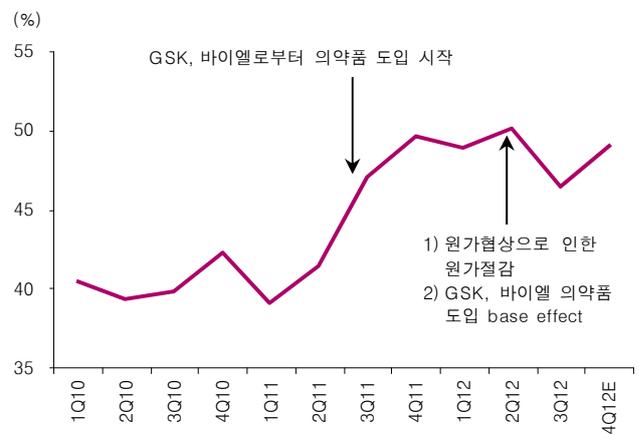
자료: 동아제약, 삼성증권

분기별 매출원가 및 증가율 전망



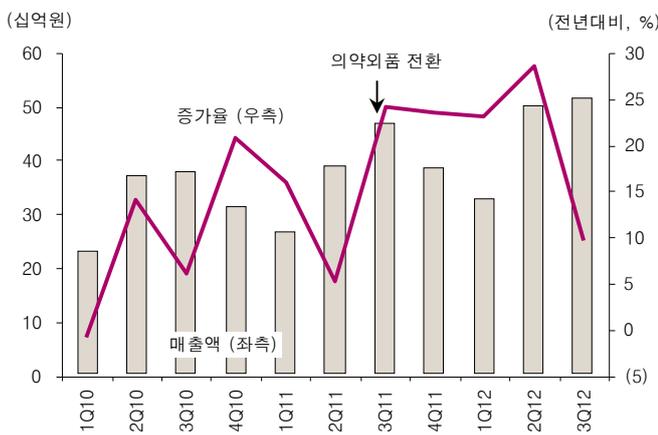
자료: 동아제약, 삼성증권 추정

분기별 매출원가를 추이



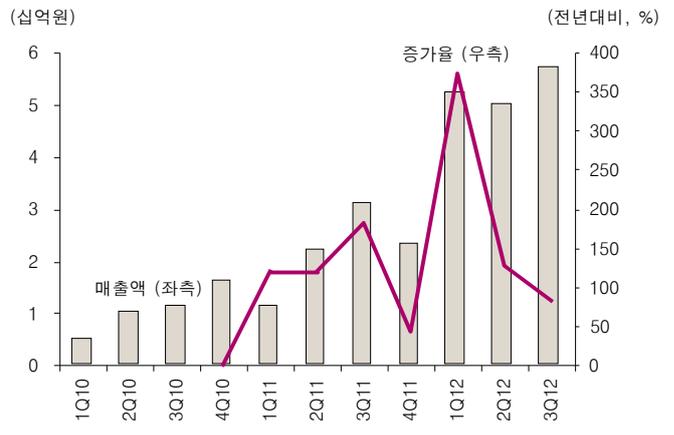
자료: 동아제약, 삼성증권 추정

분기별 박카스 매출 추이 (국내)



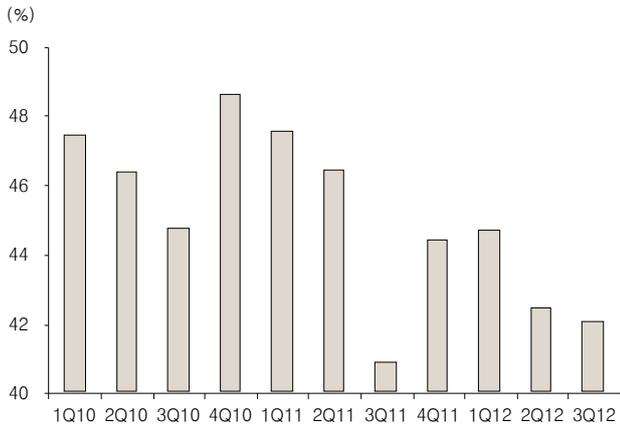
자료: 동아제약, 삼성증권

분기별 박카스 매출 추이 (해외)



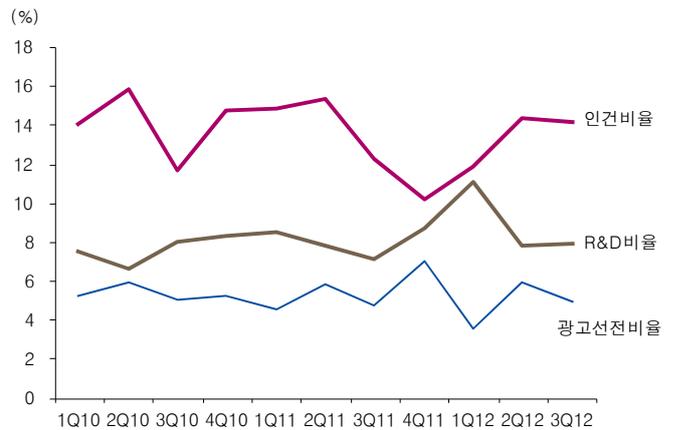
자료: 동아제약, 삼성증권

분기별 판관비율 추이



자료: 동아제약, 삼성증권

분기별 매출액 대비 인건비, R&D, 광고선전비 비율 추이



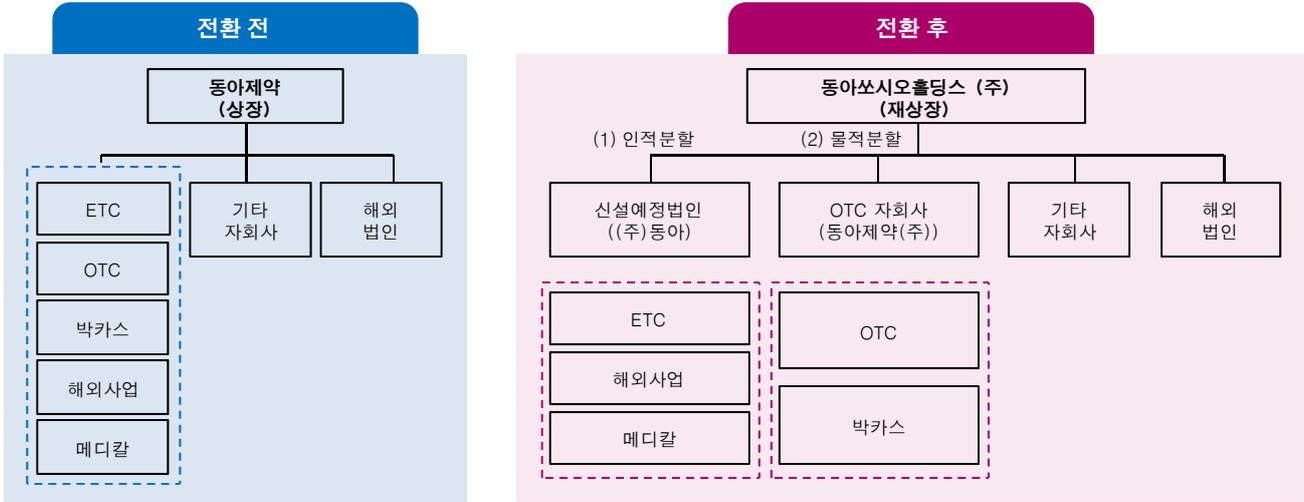
자료: 동아제약, 삼성증권

연간 수익추정 변경

(십억원)	2012E			2013E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	968	952	(1.7)	1,034	1,007	(2.6)
영업이익	70	83	18.7	93	108	16.1
세전이익	63	76	21.1	85	101	18.1
순이익	48	58	21.1	66	77	18.1
영업순이익*	55	65	18.4	73	85	16.2
EPS(원)*	4,498	5,328	18.4	5,978	6,949	16.2
이익률 (%)						
영업이익	7.3	8.8		9.0	10.7	
세전이익	6.5	8.0		8.2	10.0	
순이익	4.9	6.1		6.3	7.7	
영업순이익*	5.7	6.8		7.1	8.4	

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨
 자료: 삼성증권 추정

지주회사 설립 및 분할 전, 후



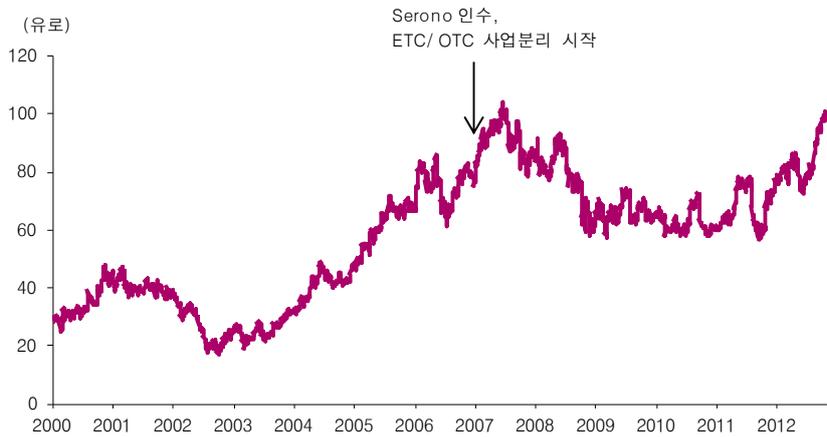
자료: 동아제약

지주사 출범 계획

날짜	내용
2012.10.23	이사회결의
2012.12.27	상장예비심사 결과 통보
2013.01.28	분할 주주총회
2013.02.27~04.11	매매거래정지
2013.03.01	분할기일
2013.04.12	변경상장 및 재상장

자료: 동아제약

머크 주가 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	847	907	952	1,007	1,090
매출원가	346	403	463	479	509
매출총이익	501	504	489	529	581
(매출총이익률, %)	59.2	55.6	51.4	52.5	53.3
판매 및 일반관리비	403	405	404	421	460
영업이익	103	95	83	108	124
(영업이익률, %)	12.2	10.5	8.8	10.7	11.4
순금융이익	(10)	(9)	(7)	(7)	(6)
순외환이익	(1)	0	0	0	0
순지분법이익	13	0	0	0	0
기타	(5)	0	0	0	0
세전이익	101	86	76	101	117
법인세	26	26	18	23	27
계속사업이익	70	61	58	77	90
순이익	70	61	58	77	90
(순이익률, %)	8.3	6.7	6.1	7.7	8.3
지배주주순이익	70	61	58	77	90
EBITDA	140	121	105	127	141
(EBITDA 이익률, %)	16.5	13.4	11.0	12.6	13.0
EPS (원)	6,430	5,445	4,763	6,323	7,385
수정 EPS (원)**	6,572	5,920	5,328	6,949	8,061
주당배당금 (보통, 원)	1,000	1,000	900	1,300	1,500
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	16	18	17	18	18

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동에서의 현금흐름	119	113	64	93	100
순이익	70	61	58	77	90
유·무형자산 상각비	29	26	22	19	18
순외환관련손실 (이익)	(0)	(0)	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	(13)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	134	154	81	96	107
순운전자본감소 (증가)	(15)	(21)	(17)	(3)	(7)
기타	(0)	(20)	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	(98)	(113)	(95)	(70)	(60)
설비투자	(106)	(56)	(95)	(70)	(60)
Free cash flow	13	57	(31)	23	40
투자자산의 감소(증가)	11	(17)	(5)	(10)	(11)
기타	(4)	(39)	5	10	11
재무활동에서의 현금흐름	67	21	(52)	(44)	(35)
차입금의 증가(감소)	47	30	(40)	(32)	(20)
자본금의 증가(감소)	47	0	3	0	0
배당금	(8)	(11)	(11)	(10)	(14)
기타	(19)	2	(3)	(2)	(2)
현금증감	88	22	(83)	(21)	5
기초현금	45	133	155	72	51
기말현금	133	155	72	51	56

참고: * 일회성 항목 제외
 ** 완전 회석, 일회성 항목 제외, 순지분법이익 합산
 IFRS 개별 기준
 자료: 동아제약, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	380	466	409	402	429
현금 및 현금등가물	133	155	72	51	56
매출채권	122	144	151	159	173
재고자산	116	120	138	143	152
기타	10	48	48	48	49
비유동자산	780	771	902	963	1,016
투자자산	231	166	209	219	229
(지분법증권)	214	126	135	145	155
유형자산	523	545	655	706	749
무형자산	4	17	17	17	17
기타	23	43	21	21	21
자산총계	1,160	1,237	1,311	1,365	1,446
유동부채	222	365	356	347	343
매입채무	41	59	62	66	71
단기차입금	45	78	50	50	30
기타 유동부채	136	228	244	231	242
비유동부채	209	139	179	177	187
사채 및 장기차입금	143	34	12	0	0
기타 장기부채	67	105	167	177	187
부채총계	432	504	536	524	530
지배주주지분	729	732	775	841	916
자본금	56	56	58	58	58
자본잉여금	200	214	214	214	214
이익잉여금	330	372	419	484	559
기타	143	90	84	84	84
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	729	732	775	841	916
순부채	105	31	126	115	90
주당장부가치 (원)	65,757	61,215	64,289	69,874	76,231

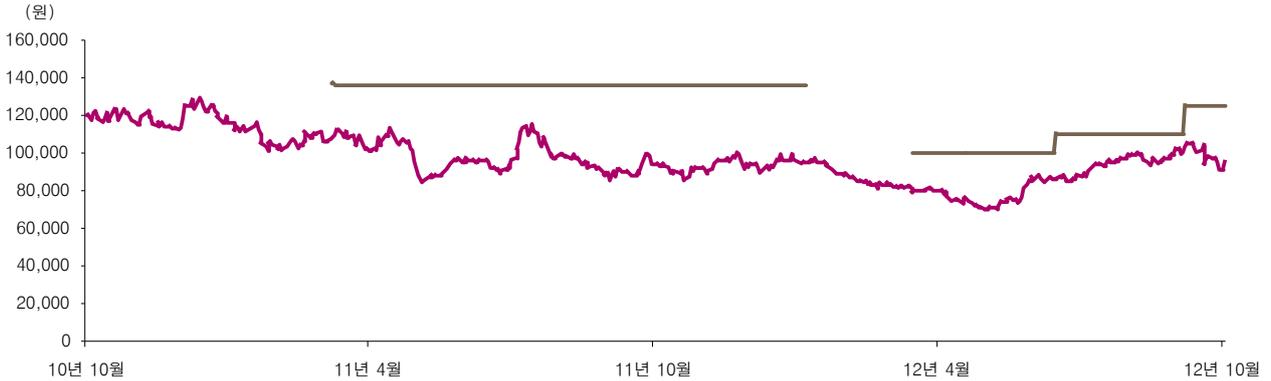
재무비율

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
증감률 (%)					
매출액	5.7	7.1	4.9	5.9	8.2
영업이익	12.2	(7.9)	(12.3)	29.4	14.8
세전이익	18.4	(14.1)	(11.9)	32.0	16.8
순이익	11.3	(13.9)	(4.5)	33.7	16.8
영업순이익*	11.6	(8.4)	(1.8)	31.4	16.0
EBITDA	14.2	(13.2)	(13.5)	20.8	11.7
수정 EPS**	8.7	(9.9)	(10.0)	30.4	16.0
비율 및 회전					
ROE (%)	10.8	8.3	7.7	9.6	10.3
ROA (%)	6.5	5.1	4.5	5.8	6.4
ROIC (%)	9.2	8.7	7.0	8.7	9.5
순부채비율 (%)	14.4	4.3	16.3	13.6	9.8
이자보상배율 (배)	7.7	7.0	6.5	9.8	12.4
매출채권 회수기간 (일)	52.4	53.3	56.4	56.2	55.6
매입채무 결제기간 (일)	15.5	20.1	23.2	23.1	22.8
재고자산 보유기간 (일)	50.4	47.5	49.6	50.9	49.4
Valuations (배)					
P/E	17.9	16.0	17.8	13.6	11.8
P/B	1.8	1.5	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.0	9.0	11.3	9.2	8.1
EV/EBIT	12.6	11.4	14.2	10.9	9.3
배당수익률 (보통, %)	1.1	1.1	0.9	1.4	1.6

■ Compliance Notice

- 당사는 10월 23일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 10월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자이전 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2011/3/28	2012/4/5	7/5	9/27	10/24
투자이전	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	136,000	100,000	110,000	125,000	140,000

• 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY★★★ (매수★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~-30%
- SELL★★★ (매도★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

※ 2010년 10월 21일부터 당사 투자등급이 (BUY★★★, BUY★★☆, BUY★☆☆, HOLD, SELL)에서 (BUY★★★, BUY, HOLD, SELL, SELL★★★)로 변경되었습니다.

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상